



Documento de Trabajo 02-01
Series de Economía de la Empresa 01
Febrero 2002

Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid
Calle Madrid, 123
28903 Getafe (Spain)
Fax (34) 91 624 9608

LA PARTICIPACIÓN BANCARIA EN ESTRUCTURAS CON VARIOS GRANDES ACCIONISTAS *

María José Casasola¹ Margarita Samartín² and Josep A. Tribó³

Abstract

Este trabajo analiza, en primer lugar, las características de la participación de las entidades de crédito en estructuras con varios grandes accionistas. Un segundo aspecto, que es lo más novedoso del artículo, muestra como la participación bancaria en las empresas con varios grandes accionistas puede ser positiva, a diferencia de lo que encuentran otros estudios. En concreto, sólo encontramos una relación negativa entre participación bancaria y rentabilidad de la empresa cuando las entidades de crédito participan junto con otras entidades financieras en la propiedad de las empresas. Sin embargo, cuando los accionistas significativos que les acompañan no son de naturaleza financiera, la relación es positiva. Justificamos este resultado en virtud de la mayor facilidad que tienen las entidades de crédito para formar coaliciones que priman sus intereses sobre los de los accionistas minoritarios en el primer caso, en comparación con el segundo.

Keywords: Bancos, Varios grandes accionistas.

¹Business Department, Carlos III, C/ Madrid 126 (Getafe), 28903; E-mail: casasola@emp.uc3m.es

²Business Department, Carlos III, C/ Madrid 126 (Getafe), 28903; E-mail: samartin@emp.uc3m.es

³Business Department, Carlos III, C/ Madrid 126 (Getafe), 28903; E-mail: joatribo@emp.uc3m.es

* Los autores quieren agradecer especialmente los comentarios de María Gutiérrez.

1/ INTRODUCCIÓN

La literatura acerca de la estructura de propiedad de las empresas ha ampliado su tradicional visión sobre el problema de agencia que tiene lugar entre directivos y accionistas dentro de la corporación, para pasar a analizar el conflicto de intereses que puede surgir entre el accionariado concentrado y el accionariado disperso. En ella el enfoque básico es la disyuntiva que surge entre el control interno por parte del accionista mayoritario y el control externo que realiza el mercado. En este contexto, se ha estudiado también el problema de transferencia de recursos o captación de beneficios de la empresa por parte del accionista mayoritario que detenta el control.

La literatura tradicional sobre estructura de propiedad considera las estructuras más concentradas como aquellas que están caracterizadas por la presencia de un gran accionista frente a otros muchos más dispersos (Sheifer y Vishny, 1986; Demsetz y Lehn, 1985 y Berglof 1990). En este marco de definición, obviamente, no pueden abordarse aspectos de tipo estratégicos ligados a las coaliciones entre accionistas con participaciones significativas en la empresa. Sin embargo, recientemente, otro grupo de trabajos trata de considerar estos aspectos estratégicos a partir del estudio de estructuras de propiedad compuestas por varios grandes accionistas (Bloch y Hege, 2001; Gomes y Novaes, 1999 y Bennedsen y Wolfenzon, 2000). Una idea común en estos últimos trabajos, es que las estructuras formadas por varios grandes accionistas parecen ayudar a reducir el problema de utilización de beneficios de forma privada a costa de los accionistas minoritarios. En este contexto aparecen sendos efectos que van en sentido contrapuesto. Por un lado, puede darse un efecto de coalición entre los mayores accionistas que acaban detrayendo recursos públicos de la empresa para obtener beneficios privados. Pero, por otro lado, en la medida que los accionistas mayoritarios sean de tipo heterogéneo, con intereses muy diversos, se pueden producir fácilmente desacuerdos entre ellos respecto de la utilización de estas rentas privadas, lo que acaba protegiendo al accionista minoritario.

Relacionado con esta última idea, en España ha habido en los últimos años una notable discusión sobre las bondades y perjuicios de la presencia accionarial de los bancos en las empresas.

En esa línea, el presente trabajo aborda el estudio del efecto que la presencia de entidades de crédito tiene en empresas con una estructura accionarial formada por varios

grandes accionistas. Consideramos que éste es un tema de interés en el caso español, puesto que, por una parte, su sistema de financiación está orientado principalmente hacia la banca, y, por otra parte, se ha producido en los últimos años un importante aumento de la participación de las entidades de crédito en las estructuras de propiedad de las empresas. Si bien la relación banca-industria ha sido más propia de los bancos, los cambios regulatorios relacionados con la actividad de las cajas de ahorros han originado un incremento de su participación en el capital de las empresas. Este fenómeno se ha visto también afectado por los cambios que ha sufrido el sector financiero en nuestro país, como consecuencia de la entrada en vigor de las distintas Directivas de la Unión Europea. Esto ha supuesto para el sector bancario español un importante proceso de desregulación, lo que ha llevado a un aumento de la competencia entre las entidades de crédito, que han tenido que buscar fuentes alternativas de inversión para poder sobrevivir en el marco de la Unión Europea (internacionalización, incremento de las participaciones empresariales...). Como consecuencia de ello, cada vez más entidades de crédito han dejado de ser sólo prestamistas para pasar a ser también accionistas de las empresas.

Existen varios trabajos en la literatura que han analizado la influencia que tiene la presencia de una entidad de crédito en las estructuras de propiedad de las empresas. En líneas generales, los trabajos señalan que la presencia de un banco como principal accionista reduce la rentabilidad económica de la empresa (Cuervo-Cazurra, 1998) o bien no influye en ella (Zoido, 1998). En este trabajo, y en línea con los modelos de varios grandes accionistas anteriormente comentados, obtenemos que la presencia de una entidad financiera en empresas con dichas estructuras accionariales, no es necesariamente perjudicial para la rentabilidad de la empresa y va a depender de cómo sea la composición de la estructura en la que participa. En particular, cuando una entidad de crédito participa junto con accionistas que no son entidades de crédito en el accionariado mayoritario de la empresa (lo que denominaremos como estructuras heterogéneas), la rentabilidad de la empresa aumenta. Razonamos este hecho sobre la base de que en tales casos, la probabilidad de que formen una coalición estos accionistas heterogéneos se reduce, ya que al tener naturalezas diferentes, sus objetivos también lo van a ser, lo que incentiva la competencia entre ellos por detentar el control. Esto limita la posibilidad de establecer acuerdos y, por lo tanto, de captar rentas a costa de los minoristas, lo que redundará en un mayor beneficio para la empresa. Por el contrario, cuando la entidad de crédito participa junto con otra entidad financiera, en el

accionariado mayoritario de la empresa (lo que denominamos como estructuras de tipo homogéneo), la convergencia de intereses entre ellas favorece la colusión, ya que puede ser más fácil encontrar objetivos comunes, lo que incentiva la captación de parte de los beneficios de los minoristas. Esta circunstancia afectará de forma negativa a la rentabilidad de las empresas.

El trabajo se estructura en cuatro partes. En el apartado 2, a partir de los estudios tanto teóricos como empíricos elaborados en la línea de nuestro objetivo, extraemos las principales conclusiones y planteamos las que van a ser las hipótesis de nuestro estudio. En el apartado 3, presentamos un análisis descriptivo de la muestra, lo que aporta evidencia respecto de las características de las empresas que aparecen participadas por una entidad de crédito y que a su vez tienen una estructura de propiedad con varios grandes accionistas. En el apartado 4, recogemos los resultados del contraste de las hipótesis centrales que hemos planteado. Y, finalmente, en el apartado 5, presentamos las principales conclusiones y aportaciones de nuestro trabajo a la literatura sobre las relaciones entre banca e industria.

2/ HIPÓTESIS A CONTRASTAR

La existencia de estructuras de varios grandes accionistas tiene un doble efecto respecto de la generación de valor para los accionistas. Por una parte, existe un *efecto negociación*, que es positivo, y que hace que los grandes accionistas deban de ponerse unánimemente de acuerdo para tomar decisiones. Así, en la medida en que estos grandes accionistas tengan intereses diferentes no funcionarán como un bloque, lo que decrementará su poder de negociación frente a los accionistas minoritarios. Como consecuencia de esto, la captación de rentas por los accionistas mayoritarios, mediante la obtención de beneficios privados, a costa de los accionistas minoritarios será más difícil. Esto redundará en la creación de valor para la empresa. Por otra parte, existe un *efecto de desacuerdo*, que es responsable de que proyectos rentables (es decir, con valor presente positivo) no se lleven a cabo ante la dificultad de que los accionistas mayoritarios se pongan de acuerdo para llevar a cabo la inversión en tales proyectos (Gomes y Novaes 1999). Esto, obviamente, destruye valor para la empresa. En este esquema, el interés de los accionistas mayoritarios estará en participar en estructuras más homogéneas donde haya convergencia de intereses para poder, por un lado, “expropiar” a los accionistas minoritarios y obtener beneficios privados y, por otro lado,

evitar más fácilmente los desacuerdos que provocan las ineficiencias de no desarrollar proyectos que son rentables (con valores actuales positivos). Un caso particular donde esperaríamos que apareciera este comportamiento es en el caso de las entidades de crédito cuando actúan como accionistas mayoritarios. Éstas con su participación en las empresas esperan obtener una serie de beneficios privados en forma de negocio inducido (gestión de nóminas, venta de productos financieros) en unas condiciones ventajosas. Estos beneficios obviamente están “costeados” básicamente por los accionistas minoritarios, de ahí que hablemos en este sentido de “expropiación” de los accionistas mayoritarios respecto de los minoritarios. Esto nos hace pensar que cuando una entidad de crédito participa en una empresa formando una estructura de propiedad con varios grandes accionistas, es bastante probable que aparezca junto a otras entidades financieras. Esto define nuestra primera hipótesis.

***Hipótesis 1:** Las entidades de crédito como grandes accionistas, suelen aparecer emparejadas y no en solitario.*

De la misma manera que esperamos que las entidades de crédito prefieran formar parte de estructuras con varios grandes accionistas de tipo homogéneo, también esperamos que dichas entidades muestren un especial interés en tener una participación accionarial no excesivamente importante en estas estructuras. La razón es que si esa participación es muy importante, los costes asociados a la captación de rentas de los accionistas minoritarios acabarían repercutiendo en las propias entidades bancarias. Esto limitaría los beneficios de las rentas privadas ante el decremento de sus rentas públicas en tanto que accionistas importantes de la empresa. En particular, las rentas que obtienen las entidades de crédito por los negocios inducidos derivados de su participación accionarial (*i.e.* comercialización de seguros con primas por encima del mercado) acaban dañando el valor de las acciones, lo que repercutiría básicamente en las propias entidades financieras si éstas tuviesen participaciones importantes de la empresa. Obviamente, todo esto genera una menor rentabilidad en las empresas con estrechos lazos con bancos tal como señalan trabajos como Cuervo-Cazurra (1998) para el caso español y Weinstein y Yafeh (1998) para el caso japonés. Por lo tanto, esperamos que cuanto mayor sea la concentración de la propiedad en una determinada empresa, menos probable sea encontrar una o varias entidades de crédito entre los mayores accionistas. Esta idea la resumimos en nuestra segunda hipótesis.

Hipótesis 2: *Existe una relación negativa entre la concentración de la propiedad y la presencia como primer y/o segundo accionista de una entidad de crédito en estructuras con varios grandes accionistas. Es decir, esperamos que las estructuras con dos entidades de crédito como mayores accionistas sean menos probables de existir cuando la propiedad en poder de los accionistas mayoritarios sea mayor.*

Una vez analizado el comportamiento de las entidades de crédito que deciden participar en estructuras con varios grandes accionistas, nos preguntamos sobre el reparto del poder o de la participación accionarial de los mayores accionistas. En principio, y como indicamos anteriormente, esperamos que cuando los mayores accionistas sean del mismo tipo, es decir formen parte de estructuras homogéneas (en nuestro caso, ambos sean entidades financieras) exista una mayor predisposición para coaligarse y con ello “expropiar” al minorista. En tal caso, la forma óptima de distribuir las participaciones entre estos accionistas sería la simétrica, puesto que así ninguno de ellos se ve desfavorecido respecto del otro en los costes asociados a dicha “expropiación”. Por otra parte, en el caso de estructuras heterogéneas, es decir, en aquellas donde aparecen como mayores accionistas una entidad de crédito y otro agente de tipo no financiero, esperaríamos que el reparto accionarial sea más asimétrico, teniendo en cuenta la naturaleza dispersa de intereses que se espera encontrar en tales estructuras heterogéneas. En este caso, además, al tener agentes de distinta naturaleza y con características diferentes, la diferencia en los porcentajes de participación estimulará la competencia entre los agentes, evitando con ello la formación de coaliciones, e incentivando de esta forma la generación de valor en el seno de la empresa. En consonancia con la idea planteada, encontramos trabajos en la literatura en los que se razona que cuando los accionistas principales presentan características diferentes respecto a la tecnología de supervisión, es óptimo que éstos tengan participaciones más diferenciadas que cuando los accionistas son más homogéneos (Bloch y Hege, 2001). En este sentido, las entidades de crédito son las especialistas en la supervisión de las empresas, por lo que al aparecer junto a otro tipo de entidades no financieras, esperamos que la diferencia en el porcentaje relativo de las participaciones empresariales sea mayor. Esta idea es la que se recoge en la tercera hipótesis del estudio.

Hipótesis 3: *En estructuras, con varios grandes accionistas, de tipo heterogéneo (combinación de una entidad de crédito con otro tipo de accionista), la diferencia en el porcentaje accionarial relativo entre los dos primeros accionistas es mayor que si la estructura es homogénea (formada por dos entidades de crédito o por ninguna).*

Analizando otros aspectos relacionados con el tamaño de la participación de los accionistas, y que está conectado con las hipótesis anteriores, cabe plantearse si la diferencia en el porcentaje entre las participaciones de los mayores accionistas variará según el grado de concentración de la propiedad en manos de los mayores accionistas. Para ello, vamos a racionalizar el comportamiento de un accionista potencial que decide participar del capital de una empresa como un accionista mayoritario. Según lo expuesto anteriormente, a medida que aumente el tamaño de la participación de los accionistas mayoritarios, la adquisición de participaciones significativas de estas empresas por parte de nuevos grandes accionistas resulta menos interesante puesto que deben de realizar una inversión muy elevada para hacer netamente positivo el balance entre beneficios privados versus costes de “expropiación”. En esta línea, encontramos en la literatura argumentos que nos indican que si un accionista potencial (*block shareholder*) quiere adquirir participaciones de una sociedad, preferirá evitar aquellas empresas donde no haya un gran accionista, prefiriendo, en cambio, las empresas donde pueda formar coaliciones con accionistas con participaciones de tamaño medio que sí le permitan obtener beneficios privados sin demasiados costes (Zwiebel, 1995). Esto nos llevará a estructuras donde haya una participación similar en manos de grandes accionistas, sin que globalmente su participación sea muy grande. En cambio, si un accionista tiene una participación muy elevada en la empresa, éste permanecerá como único accionista mayoritario. En la hipótesis cuarta resumimos esta misma idea.

Hipótesis 4: *La diferencia relativa entre las participaciones de los primeros accionistas es creciente con el montante de participación en manos de estos grandes accionistas.*

Por último, y como comentábamos en la introducción, existen en la literatura diversos trabajos empíricos para el caso español (Cuervo-Cazurra, 1998) que muestran

como la presencia de un banco como principal accionista supone una reducción en la rentabilidad económica de la empresa. Otros estudios como los de Weinstein y Yafeh (1998), para el caso japonés, también muestran que los bancos tienden a encarecer los costes de la financiación de las empresas con las que mantienen estrechas relaciones, lo que supone una reducción en la rentabilidad de las mismas. Teniendo en cuenta el marco de estudio de nuestro trabajo, postulamos que este efecto negativo es básicamente debido a la existencia de estructuras con varios grandes accionistas formadas por varias entidades bancarias, las cuales, además, esperamos que aparezcan cuando la propiedad de los accionistas mayoritarios no sea muy elevada, según los argumentos expuestos en la elaboración de nuestra segunda hipótesis. En ese caso, el incentivo a “expropiar” será muy elevado y con ello la reducción en la rentabilidad de la empresa. Por el contrario, si una entidad de crédito tiene como compañeros accionistas mayoritarios a instituciones con intereses muy diferentes (que no son de naturaleza financiera), la posibilidad de formar coaliciones se reduce, lo que debe de tener un efecto positivo en la rentabilidad de la empresa. En particular, la empresa disfruta del impacto positivo del *efecto negociación* por la heterogeneidad de los accionistas con intereses diversos que bloquea la utilización de las rentas de los accionistas minoritarios. Además, la presencia de un especialista en la supervisión (como es el caso de la entidad de crédito), limita el impacto negativo del *efecto de desacuerdo* que genera una ineficiencia de infrainversión, al no ponerse de acuerdo los accionistas en llevar a cabo proyectos que resultan rentables (con valores actuales positivos). La razón es que si existe una entidad de crédito como uno de los mayores accionistas, resulta razonable que pensemos que, en tanto que especialista en la supervisión y en la valoración de proyectos, se produzca una suerte de delegación de las decisiones de inversión (Diamond 1984) en este primero por parte de los accionistas no especialistas en la supervisión (los que no son entidades de crédito). Estas ideas se recogen en la quinta hipótesis.

Hipótesis 5: *La rentabilidad de las empresas se ve influenciada positivamente por la presencia de una estructura de propiedad heterogénea en la que uno de los accionistas mayoritarios sea de naturaleza financiera. Sin embargo, esta rentabilidad es negativa en el caso de que ambos accionistas mayoritarios sean entidades de crédito.*

3/ ANÁLISIS EMPÍRICO

3.1/ ANÁLISIS DESCRIPTIVO

El estudio empírico de las hipótesis planteadas anteriormente se ha llevado a cabo mediante el empleo de la base de datos SABE (Sistema de Análisis de Balances Españoles, elaborada por Bureau Van Dijk) para el año 1998. Esta base es de carácter anual y recoge del registro mercantil los estados contables anuales junto a otro tipo de información financiera adicional, incluida la relacionada con la estructura de propiedad, de más de 200.000 empresas españolas. En ellas aparecen representadas empresas de todos los sectores de actividad y de todos los tamaños. La razón de escoger el año 1998 de la base, es debido a que es del único del que disponíamos de los datos completos sobre estructura de propiedad. Sobre dicha base de datos, aplicamos una serie de filtros comunes¹ para limpiar nuestra muestra inicial, de forma que el número de empresas del que disponemos de información sobre su primer accionista es de 4.566 que son las que configuran nuestra muestra, es decir conocíamos el tipo de accionista (banco, caja cooperativa, empresa o particular), así como su participación. Debemos indicar que en 1.762 observaciones (38.59%) sólo existía un único accionista mayoritario.

En el presente trabajo nos centramos en el estudio de la presencia y los efectos de las entidades de crédito en estructuras de propiedad con varios grandes accionistas. Con tal objeto presentamos en la Tabla I los estadísticos asociados a la participación de los cinco mayores accionistas para las empresas de nuestra muestra.

¹ Eliminamos aquellas observaciones para las que no disponemos de la información sobre la estructura de propiedad acerca del primer accionista. Además, eliminamos todas aquellas para las que algunas variables contables tomen valores negativos en cuentas que son definidas positivas.

TABLA I
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS PARA LOS 5 MAYORES ACCIONISTAS

	<i>Total de la muestra (Medias)</i>			<i>Empresas participadas por alguna entidad de crédito (EDC) (Medias)</i>		
	<i>Total (1)</i>	<i>Pequeñas¹ (2)</i>	<i>Grandes¹ (3)</i>	<i>Total (4)</i>	<i>Pequeñas¹ (5)</i>	<i>Grandes¹ (6)</i>
<i>1^{er} accionista</i>	69,24	68,1	78,4	55,97	61,6	48,6
<i>2^o accionista</i>	11,74	12,13	8,29	12,02	11,29	10,18
<i>3^{er} accionista</i>	3,75	3,89	2,11	5,31	4,68	6,6
<i>4^o accionista</i>	1,6	1,71	0,71	2,87	2,44	4,14
<i>5^o accionista</i>	0,72	0,77	0,39	1,65	1,53	2,86

¹ Las empresas pequeñas tienen menos de 50 trabajadores y las grandes más de 200

Observando la Tabla I, podemos comprobar que la propiedad acumulada, en media, entre los dos mayores accionistas supera el 80% para la muestra general. Este hecho justifica que nos centremos en los dos primeros accionistas para llevar a cabo el análisis de las estructuras de varios grandes accionistas. Además, en la segunda parte de la tabla, resulta destacable, que para las empresas participadas por entidades de crédito, el porcentaje total de las participaciones de los dos primeros accionistas sea claramente inferior al de la muestra general. Comprobaremos posteriormente que este resultado es significativo estadísticamente, lo cual está en consonancia con el hecho de que cuanto mayor sea la concentración de la propiedad en manos de los mayores accionistas de una empresa, menor será la probabilidad de que ese mayor accionista sea una entidad financiera (idea que recogíamos en la hipótesis 2). Por tanto, de lo anterior podemos deducir que las entidades de crédito cuando participan del capital de las empresas no adquieren un porcentaje de propiedad muy elevado, para evitar la excesiva internalización de los costes asociados a la apropiación de parte de las rentas de los accionistas minoritarios, aunque sí suficiente para poder ejercer el control e influir en la toma de decisiones de dichas empresas.

Respecto del tamaño y como se observa en las columnas (2) y (3), la participación del primer accionista es mayor para las empresas más grandes, mientras que el resto de grandes accionistas mantienen un porcentaje menor en estas empresas de gran tamaño². Esto, por otra parte, no se mantiene para las empresas participadas por

² Hemos llevado a cabo los contrastes de medias y todos ellos resultan significativos al 5%.

una entidad bancaria (columnas 5 y 6). En este caso, son las empresas más grandes las que tienen un menor porcentaje en la participación del primer accionista.

Una vez que circunscribimos el análisis de las estructuras de varios grandes accionistas a los dos mayores propietarios, nos preguntamos acerca del porcentaje de empresas que tienen una entidad de crédito entre estos accionistas. Encontramos que para nuestra muestra, el 4.51% (206 empresas) están participadas por una entidad financiera (es decir, ésta es al menos uno de los diez primeros accionistas), siendo este porcentaje, tal como refleja la Tabla II, básicamente debido a la participación como primer accionista (el 51.45% de las participadas por una o varias entidades de crédito) o segundo accionista (el 31%). Este hecho pone de manifiesto que las entidades de crédito, en general, cuando deciden participar de las empresas toman posiciones mayoritarias que les permiten ejercer el control respecto a la toma de decisiones llevadas a cabo por las empresas, si bien el montante de estas participaciones, tal como hemos visto en la Tabla 1, es inferior al de accionistas mayoritarios que no sean entidades de tipo financiero. Por último, indicaremos que entre las entidades bancarias, las cajas son las más activas en cuanto a la participación como accionistas mayoritarios (el 39% de los casos en los que una entidad financiera es el primer accionista y un 49% en los que es el segundo accionista mayoritario). Esto corrobora lo que encontramos en la literatura en relación al significativo incremento de la participación en las empresas por parte de las cajas respecto de los bancos en los años noventa (Sanchís *et al*, 1998).

TABLA II
PORCENTAJE DE EMPRESAS CON ENTIDADES DE CRÉDITO
COMO ACCIONISTAS MAYORITARIOS

	PRIMER ACCIONISTA	SEGUNDO ACCIONISTA	UNO DE LOS 10 PRIMEROS ACCIONISTAS
EDC	2,32% (106 de 4566 emp.)	1,37% (63 de 4566 emp.)	4,51% (206 de 4566)
BANCOS	30% de EDC	24% de EDC	
CAJAS	39% de EDC	49% de EDC	
COOPERATIVAS	31% de EDC	27% de EDC	

En las Tablas III y IV, tratamos de aportar cierta evidencia empírica acerca del tipo de empresas, con relación al tamaño y al sector respectivamente, en las que las entidades financieras deciden participar. El tamaño, lo definimos según el número de

empleados: pequeñas, menos de 50; medianas, entre 50 y 200, y grandes, más de 200³; discriminamos, a su vez, las entidades de crédito en cajas, bancos y cooperativas.

TABLA III
DISTRIBUCIÓN POR TAMAÑOS DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS

	PEQUEÑAS ¹	MEDIANAS ¹	GRANDES ¹
EDC	32,52%	55,34%	12,14%
A/ BANCOS	34,21%	43,42%	22,37%
B/ CAJAS	23,76%	60,39%	15,84%
C/ COOPERAT	40%	56%	4%

¹ Las empresas pequeñas tienen menos de 50 trabajadores, las medianas entre 50 y 200 trabajadores y las grandes más de 200

Observamos, en la Tabla III, que las empresas participadas por entidades bancarias son mayoritariamente de tamaño pequeño-medio. Por otra parte, es interesante señalar, respecto del tamaño, una clara distinción entre la política desarrollada por los bancos y las cajas, y la seguida por las cooperativas. Así, mientras los bancos y cajas también invierten en grandes empresas, las cooperativas evitan participar en estas grandes empresas (de las empresas participadas por cooperativas, sólo un 4% son grandes). Hemos llevado a cabo los diferentes contrastes de medias por tamaños, y comprobamos que estas diferencias son significativas. Este resultado está de acuerdo con la idea de que las cooperativas están más cercanas a empresas locales.

El análisis sectorial de las empresas participadas por las diferentes entidades de crédito (Tabla IV) muestra que los principales sectores en los que se encuentran estas empresas son⁴: Transporte y Comunicaciones (S6), el de Actividades Inmobiliarias (S7) y el de Producción y distribución de la energía eléctrica (S4), sectores todos ellos muy influyentes en la economía global del país, en los que, además, básicamente participan los bancos y las cajas (resultados compatibles con los encontrados en Sanchis *et al*, 1998 y Cals, 1998). Debemos resaltar que así como los bancos y las cajas presentan una estructura diversificada en sus participaciones, las cooperativas se han concentrado en los sectores de Comercio y Hostelería (S5), Educación y Actividades Sanitarias (S8) así como en Agricultura y Pesca (S0), sectores todos ellos en los que se espera encontrar

³ La literatura ha utilizado ampliamente esta misma definición de tamaños (Ocaña, Salas y Vallés, 1994; Cuñat, 1998)

⁴ Ver apéndice para la correspondiente descripción sectorial.

industrias de tipo más local, tal como apuntábamos en el análisis por tamaños.

TABLA IV
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS
POR UNA ENTIDAD DE CRÉDITO (VER CÓDIGOS EN EL ANEXO)

	S0	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8	S9
EDC	6,67	5,83	1,89	0,57	10,75	5,40	35	30,8	6,25	4,55
Banco (% EDC)	33,3	43	50	100	50	23	44	43		50
Caja (% EDC)	33,3	38	50		40	15	47	41	67	50
Coop. (% EDC)	33,3	29			10	62	9	16	33	

Como *síntesis*, los resultados anteriores parecen indicarnos dos tendencias entre las políticas desarrolladas por las distintas entidades de crédito. Por un lado, los bancos y las cajas invierten en empresas grandes, diversifican más y dan un mayor peso a los sectores de tipo estratégico. Y, por otro lado, las cooperativas se centran en empresas más pequeñas, de tipo local, y se preocupan menos de definir estrategias de diversificación sectorial.

Una vez analizada la participación de las entidades de crédito de forma *individual* como accionistas mayoritarios de las empresas, vamos a presentar una primera descripción de los diferentes tipos de coaliciones que pueden formar éstas. Dado que centramos nuestro estudio en los dos primeros accionistas podemos distinguir tres casos:

1/ Estructuras ENE "entidad de crédito-no entidad de crédito" donde *sólo* uno de los dos grandes accionistas es una entidad financiera.

2/ Estructuras EE "entidad de crédito-entidad de crédito" donde los dos máximos accionistas son entidades financieras.

3/ Estructuras NENE "no entidad de crédito-no entidad de crédito" donde ninguno de los dos mayores accionistas es una entidad financiera.

A la primera estructura (ENE) la llamaremos de tipo heterogéneo, ya que la naturaleza de los dos mayores accionistas es diferente, y a las otras dos de tipo

homogéneo. Teniendo en cuenta las definiciones anteriores, la distribución porcentual de estas estructuras en las empresas de nuestra muestra es la que aparece en la Tabla V.

TABLA V
PORCENTAJES DE ESTRUCTURAS HOMOGÉNEAS
Y HETEROGÉNEAS EN LA MUESTRA

	% Total muestra
EE	0,04% (17 emp.)
NENE	97% (4414 emp.)
ENE	2,96% (135 emp.)
EDC1	(89 emp.)
EDC2	(46 emp.)
EDC1 (EDC2) significa entidad de crédito como primer (segundo) accionista mayoritario	

De los resultados de esta Tabla V, se desprende que, de las 206 empresas participadas por una entidad financiera entre los 10 primeros accionistas, el 74% tiene como primer y/o segundo accionista mayoritario a una entidad de dicho tipo (152 empresas, de las que 135 forman parte de una estructura "entidad de crédito-no entidad de crédito, y 17 de una estructura "entidad de crédito-entidad de crédito). Este hecho de nuevo arroja evidencia a favor de la idea de que cuando las entidades de crédito deciden participar del capital de una empresa, lo hacen tomando posiciones estratégicas que les permitan controlar las decisiones tomadas por los directivos. Además, los resultados presentados en las últimas filas de la Tabla V, muestran como en las estructuras "entidad de crédito-no entidad de crédito", el 66% de las empresas (89), tienen la entidad bancaria como primer accionista (EDC1), lo que va en la misma dirección de la idea anterior.

Por último, como nota adicional, destacamos que entre las empresas con una estructura formada por dos entidades de crédito como los dos mayores accionistas, las combinaciones de los distintos tipos de entidades financieras en los puestos principales son a su vez homogéneas, es decir, los bancos van acompañados de otros bancos, las cajas de otras cajas y las cooperativas de otras cooperativas, no produciéndose la combinación de estas últimas con los bancos.

3.1.1.- DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES

Antes de presentar el significado de las variables que emplearemos para contrastar empíricamente las hipótesis formuladas, y dado el enunciado de las mismas, definimos lo que vamos a considerar como empresas con estructuras de varios grandes accionistas en las que centramos nuestro análisis. Así, consideramos que una empresa tiene una estructura con varios grandes accionistas si la participación del accionista mayoritario es al menos de un 20%, y la del segundo mayor accionista es de al menos un 10%. Esta es la definición adoptada por otros autores como La Porta *et al.* (1998).

En el cuadro 1 se recogen las definiciones de las principales variables empleadas en el estudio⁵.

CUADRO I

VARIABLES de ESTUDIO	
PEDC	Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa está participada al menos por una EDC y 0 en caso contrario.
PEDC1	Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa tiene una EDC como mayor accionista y 0 en caso contrario.
PEDC2	Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa tiene una EDC como segundo mayor accionista y 0 en caso contrario.
EE	Variable que vale 1(0) si la estructura de VGA ^a es (no es) una EE.
ENE	Variable que vale 1(0) si la estructura de VGA ^a es (no es) una ENE.
NENE	Variable que vale 1(0) si la estructura de VGA ^a es (no es) una NENE.
CONCEN	Participación de los dos mayores accionistas.
DIFCON	Se define como la ratio entre, por una parte, la diferencia entre las participaciones de los dos mayores accionistas, y por otra, CONCEN.
ROA	Rentabilidad económica. Se define como la ratio de beneficios antes de intereses e impuestos sobre el volumen de activos.
EMPLE	Tamaño de la empresa. Toma al valor 1 si la empresa es pequeña (menos de 50 empleados), 2 si es mediana (entre 50 y 200 empleados) y 3 si es grande (más de 200 empleados).
^a VGA = varios grandes accionistas	

⁵ Las variables (EE, ENE, NENE) sobre los diferentes tipos de estructuras de empresas con varios grandes accionistas han sido definidas anteriormente.

4/ PRINCIPALES RESULTADOS

Una vez presentado el análisis descriptivo de los datos, procedemos a contrastar las hipótesis planteadas anteriormente. Para ello nos servimos del contrastes de medias que aparece resumido en cada una de las tablas de este apartado y la significatividad estadística aparece recogida mediante el p-valor de cada uno de ellos.

Hemos visto en el análisis descriptivo que cuando las entidades de crédito deciden participar del capital de una empresa suelen adquirir la condición de primeros accionistas, si bien con un porcentaje algo inferior al que adquieren los accionistas que no son de naturaleza financiera. Esto les permite ejercer el papel de accionista exigente sin tener que asumir un riesgo excesivo por una concentración demasiado elevada de la propiedad. Por otra parte, cuando una entidad de crédito participa de una empresa, nos preguntamos sobre el tipo de accionista más probable que comparte la propiedad con ésta. Si nos fijamos en la muestra, una primera evidencia indica que es más probable encontrar como segundo accionista a otra entidad bancaria cuando el primero lo es. La probabilidad de que se dé tal circunstancia es del 16%, la cual es significativamente mayor que la probabilidad sin condicionar de encontrar una empresa participada por una entidad de crédito (4,5%). Esto, junto a los resultados estadísticos recogidos en la Tabla VI van en la dirección de lo que postulábamos en la Hipótesis 1, según la cual esperábamos que la aparición de una entidad de crédito como accionista mayoritario no fuera en solitario, sino en compañía de otras entidades bancarias.

Tabla VI

PROBABILIDAD DE ESTAR PARTICIPADA POR UNA ENTIDAD DE CRÉDITO COMO SEGUNDO MAYOR ACCIONISTA SEGÚN SI EL PRIMERO LO ES O NO.

	Empresas con una entidad de crédito como mayor accionista (PEDC1=1)	Empresas sin una entidad de crédito como mayor accionista (PEDC1=0)	P-valor⁶
Prob (entidad de crédito como segundo accionista) (PEDC2)	19,35%	1,55%	52.5 (0,00)

De todo lo anterior se desprende nuestro primer resultado:

La presencia de una entidad de crédito como máximo accionista parece ser una externalidad positiva respecto de la presencia de otras entidades de naturaleza financiera como grandes accionistas. La razón de ello es la mayor facilidad en la formación de coaliciones en las que primen sus intereses sobre los accionistas minoritarios cuando hay homogeneidad en las características de los accionistas mayoritarios (i.e. los dos son entidades bancarias).

Como comentábamos anteriormente, la participación de las entidades de crédito como máximos accionistas no es elevada. Así, de acuerdo con la hipótesis 2, esperamos encontrarnos una relación negativa entre la concentración de la propiedad y la presencia de una entidad financiera entre los dos mayores accionistas.

TABLA VII
NIVEL MEDIO DE CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD DE UNA EMPRESA

	El primer accionista es una EDC (PEDC1=1)	El primer accionista no es una EDC (PEDC1=0)	P-valor
Concentración de la propiedad	71,2%	79,97%	2,39 (0,02)
	Los dos mayores accionistas son una EDC (EE=1)	Ninguno de los dos mayores accionistas es una EDC (EE=0)	P-valor
Concentración de la propiedad	60,44%	79,88	2,35 (0,02)

De la Tabla VII en la que se contrastaba la idea anterior obtenemos nuestro segundo resultado:

Las entidades de crédito, cuando son accionistas mayoritarios en las empresas, si bien definen estructuras con una notable participación accionarial, ésta es inferior a la que definen accionistas alternativos (de naturaleza no financiera). Esto es especialmente significativo cuando ambos accionistas mayoritarios son de tipo financiero o cuando sólo el mayor de ellos lo es. Como ya comentamos anteriormente, este comportamiento puede ser explicado como una forma de reducir riesgos por parte de las entidades de crédito, así como de acotar la internalización de los costes asociados a la utilización de rentas a costa de los accionistas minoritarios. Una consecuencia directa de esto es que a

⁶ En este caso, aplicamos el contraste Pearson-Chi(2), ya que al ser las variables dependientes dicotómicas, éstas no se adecuan a la normalidad que asume el contraste de la T-student.

medida que aumente la concentración de la propiedad en manos de los dos primeros accionistas, va a ser menos probable que nos encontremos con estructuras de tipo homogéneo con dos entidades de crédito (hipótesis 2), las cuales tienen en promedio una participación de “sólo” el 60%.

En cuanto a la diferencia entre los porcentajes mantenidos entre los dos mayores accionistas, que según la hipótesis 3, esperábamos que fuese mayor en estructuras heterogéneas que en estructuras homogéneas, la Tabla VIII presenta los estadísticos asociados a este caso.

TABLA VIII
DIFERENCIA EN EL PORCENTAJE ACCIONARIAL ENTRE LOS DOS PRIMEROS
ACCIONISTAS

	Estructura heterogénea (ENE=1)	Estructura homogénea (ENE=0)	P-valor
Diferencia en el % de los dos mayores accionistas	32,2%	24,37%	-2.17 (0,03)
	Estructura heterogénea (ENE=1)	Estructura homogénea (ambos son EDC)	p-valor
Diferencia en el % de los dos mayores accionistas	32.27%	4.52%	2.63 (0.01)

De la Tabla VIII extraemos nuestro tercer resultado:

La diferencia entre el porcentaje de los dos mayores accionistas es superior en las estructuras heterogéneas donde uno de los dos mayores accionistas es una entidad de crédito. La explicación que subyace a este resultado está basada en un argumento de eficiencia que consiste en incentivar al accionista experto en la supervisión (la entidad financiera, en este caso), asignándole una propiedad limitada. De esta forma evitará formar coaliciones y realizará una supervisión eficiente. Un argumento alternativo que justifica este resultado es que en las estructuras de propiedad con varios grandes accionistas que son de tipo homogéneo por la presencia de sendas entidades financieras, éstas presentan unos altos incentivos a captar rentas en beneficio privado. Este hecho

provoca que adopten combinaciones de participaciones simétricas (vemos en la segunda fila de la Tabla VIII como la diferencia cuando los dos mayores accionistas son entidades de crédito se reduce aún más, siendo del 4.52%) puesto que son las que resultan en equilibrio de la minimización de los costes individuales de internalizar tales expropiaciones. En este sentido, cabe reseñar que la distribución simétrica hace cero la diferencia en los porcentajes de capital mantenidos por los dos mayores accionistas.

Respecto a la relación entre el nivel de concentración y la diferencia en el porcentaje entre los dos mayores accionistas, postulábamos en la hipótesis 4 una relación positiva. Sin embargo, como puede comprobarse en la Tabla IX, este hecho sólo resulta ser estadísticamente significativo para el caso en el que consideramos estructuras homogéneas en las que ninguno de los dos mayores accionistas es una entidad de crédito.

Tabla IX
DIFERENCIAS EN LA PARTICIPACIÓN DE LOS 2 MAYORES ACCIONISTAS SEGÚN LA
CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD (MAYOR O MENOR A LA MEDIA)

	Concentración de la propiedad inferior a la media	Concentración de la propiedad superior a la media	P-valor
Estructura homogénea (2 EDC) (EE=1)	DIFCON =31.55%	DIFCON =58.8%	-0.41 (0,7)
Estructura heterogénea (ENE=1)	DIFCON =29.6%	DIFCON =34.12%	0.61 (0,54)
Estructura homogénea (no EDC) (NENE=1)	DIFCON =19.84%	DIFCON =28.18%	-6.67 (0,00)

Como consecuencia de esto, nuestro cuarto resultado es el siguiente:

Cuando uno de los dos o los dos accionistas mayoritarios son entidades de crédito, especialmente en este último caso, se encuentra que las diferencias relativas entre ambos accionistas son relativamente insensibles a las variaciones en la concentración de ambos. Este resultado es consistente con la idea comentada anteriormente según la cual las entidades financieras, al tratar de formar coaliciones de “expropiación”, prefieren que exista una simetría entre las participaciones de ambos accionistas. En estas, por definición, las diferencias relativas entre las participaciones de los dos máximos accionistas son cero independientemente de la concentración total de ambos. Sin embargo si las entidades de crédito no son uno de los dos accionistas

mayoritarios, sí que se aprecia una relación positiva entre concentración de la propiedad de los dos mayores accionistas y la diferencia relativa en sus participaciones.

Por último, realizamos el contraste de la rentabilidad económica de las empresas participadas sólo por una entidad de crédito entre uno de los dos mayores accionistas, y las comparamos con el resto de empresas (Tabla X). Esto da lugar al quinto resultado y *principal aportación del trabajo*.

TABLA X
RENTABILIDAD ECONÓMICA

	Propiedad heterogénea (ENE=1)	Propiedad homogénea (ENE=0)	P-valor
Rentabilidad económica	19,13%	9,45%	2,18 (0,03)
	Sólo primer accionista es una EDC (PEDC1=1)	Primer accionista no es una EDC (PEDC1=0)	P-valor
Rentabilidad económica	21,48	9,53%	2,11 (0,03)
	Ambos accionistas son EDC (EE=1)	Algún accionista no es una EDC (EE=0)	P-valor
Rentabilidad económica	4,05%	9,77%	0,47 (0,63)

La presencia de una entidad de crédito entre los mayores accionistas es positiva para la rentabilidad de la empresa *siempre que no vaya emparejada con otras entidades de naturaleza financiera*. En tal caso, como hemos argumentado a lo largo de todo el trabajo, las entidades bancarias forman coaliciones para primar sus intereses sobre los de los accionistas minoritarios. Esto afecta negativamente a la rentabilidad de la empresa. Vemos que la rentabilidad económica de las empresas cuyos dos mayores accionistas son entidades financiera es del 4,05%, que es menos de la mitad que la correspondiente al resto de empresas 9,77%, si bien debido al limitado número de observaciones la significatividad no es clara. En este caso el análisis de regresión que hemos realizado, con la prevención ante el limitado número de observaciones que tenemos, sí que muestra que esta diferencia es significativa. Esto matizaría los resultados encontrados en la literatura (Cuervo-Cazurra, 1998) respecto de la relación negativa entre la rentabilidad económica y la participación de una entidad de crédito.

Aportamos evidencia en el sentido que el efecto que estos autores encuentran puede ser básicamente debido a las estructuras homogéneas de dos entidades financieras como mayores accionistas. Sin embargo, si se produce la combinación heterogénea en la que aparece una *única* entidad, esto tendrá un efecto positivo en dicha rentabilidad, ya que será menos probable que se produzca la cooperación entre ambas acciones para extraer beneficios privados comunes.

Para dar más robustez a este último resultado, hemos realizado un análisis de regresión, que no mostramos, en el que establecemos como variable dependiente la rentabilidad económica, y las variables independientes son la variable dicotómica “entidad de crédito-no entidad de crédito” (ENE), así como diversos controles de tamaño, presencia de deuda, etc. Encontramos que, efectivamente esta variable tiene un efecto claramente positivo en la rentabilidad económica de las empresas.

5/ CONCLUSIONES

En este trabajo hemos abordado el estudio de la presencia de las entidades de crédito en estructuras con varios grandes accionistas, y los efectos que de esto se derivan para la empresa en el caso español, el cual está caracterizado por tener un sistema de financiación orientado hacia la banca. La idea general que emerge de nuestro análisis es que las entidades de crédito prefieren aparecer junto con otras entidades bancarias como accionistas mayoritarios en la propiedad de las empresas, en lugar de hacerlo solas. Además, en caso de participar como accionistas principales, lo hacen en una cantidad no excesivamente elevada. Esto se explica en términos de la utilización de beneficios privados que, a costa de los accionistas minoritarios, hacen las entidades financieras (consiguiendo, por ejemplo, negocio inducido en forma de gestión de nóminas y venta de productos financieros en condiciones nada ventajosas para la empresa). Estas acciones serán tanto más beneficiosas para los accionistas mayoritarios (las entidades de crédito) en tanto que su participación mayoritaria no sea excesivamente elevada, puesto que en tal caso internalizarían excesivamente los costes de estas actividades al repercutir básicamente sobre las propias entidades de crédito el

efecto perverso de su comportamiento en forma de unos menores beneficios y/o una pérdida de valor bursátil de la empresa.

Por otra parte, también comprobamos que en caso de participar en estructuras de propiedad con varios grandes accionistas, si las entidades de crédito son los dos primeros accionistas, éstas prefieren que exista una cierta simetría entre las participaciones de ambos accionistas. Y esto independientemente del montante global de las participaciones de ambas entidades. Esto, de nuevo, es una consecuencia de la predisposición a “expropiar” a los accionistas minoritarios cuando dichas entidades coaligan entre ellas. En tal caso, la forma óptima de influir en las decisiones de la empresa consiguiendo beneficios privados sin que esto resulte demasiado costoso individualmente para las entidades financieras, es precisamente una distribución simétrica de las participaciones.

Una conclusión importante conectada con lo anterior, y que es central en el trabajo, es que si bien encontramos un efecto negativo en la rentabilidad de la empresa cuando los dos máximos accionistas son entidades de crédito, esto no es cierto cuando hay una única entidad como gran accionista (estructura heterogénea). De hecho, comprobamos que existe un efecto positivo de tales estructuras heterogéneas en la rentabilidad económica, especialmente si la participación de la entidad financiera es bastante grande. En tal caso, la formación de coaliciones entre accionistas mayoritarios en las que primen sus intereses sobre los de los accionistas minoritarios será más difícil. La consecuencia de esto es que el documentado impacto negativo de la presencia de una entidad bancaria en la rentabilidad de las empresas es básicamente producto de la presencia conjunta de varias de ellas formando una coalición y definiendo una estructura de varios grandes accionistas homogénea. Por el contrario, cuando las entidades de crédito aparecen con otro tipo de accionistas mayoritarios, la rentabilidad económica de la empresa aumenta.

Como limitaciones del trabajo, habría que resaltar el reducido número de observaciones del que disponemos, pues nos centramos en un único año. La posibilidad de construir un panel de datos para analizar la robustez de estos resultados a partir de un análisis econométrico más avanzado, será materia para investigaciones futuras.

APÉNDICE

CÓDIGOS SECTORIALES ASOCIADOS AL CNAE93

- S0 Agricultura y Pesca
- S1 Industrias extractivas, manufactureras y de Alimentación y Tabaco
- S2 Industria Química
- S3 Fabricación de maquinarias y otros tipos de fabricación.
- S4 Producción y Distribución de Energía Eléctrica
- S5 Comercio al por mayor y al por menor. Hostelería
- S6 Transportes y Comunicaciones
- S7 Actividades inmobiliarias
- S8 Educación y actividades sanitarias
- S9 Actividades recreativas, culturales, deportivas y otros.

BIBLIOGRAFÍA

- BENNEDSEN, M. Y WOLFENZON, D. (2000): "The Balance of Power in Closely Held Corporations". *Journal of Financial Economics*; 58(1-2), pp. 113-39.
- BERGLOF, (1990). "Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial systems", in Masahiko Aoki, et al. Eds: *The Firm as a nexus of treaties* (Sage Publications, London).
- BLOCH, F Y HEGE, U. (2001): "Multiple Shareholders and Control Contests". *Working Paper, CEPR*. July.
- CALS, J. (1998): "Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas". *Papeles de Economía Española*, nº 74-75.
- CUERVO-CAZURRA, A. (1998): "Large Shareholders and private benefits: The relationship between bank shareholdings and the capital structure and performance of firms in Spain". *Working paper*
- CUÑAT, V. (1999): "Determinantes del Plazo de Endeudamiento de las Empresas Españolas", *Investigaciones Económicas*, Vol. 23, pp. 351-92.
- DEMSETZ, K, Y LEHN, K. (1985): "The Structure of Corporate Ownership: causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, 93, pp 1155-1177
- DIAMOND, D. (1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review of Economic Studies*; nº 51(3), pp. 393-414
- GOMES, A. Y NOVAES, W. (1999) "Multiple large shareholders in corporate governance", *Working Paper*, Wharton School.
- LAPORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999), "Corporate Ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, pp 471-515..
- OCAÑA, C., SALAS, V. Y VALLÉS, J. (1994), "Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989", *Moneda y Crédito* nº 199.
- SANCHÍS, J.R, PUIG, F. Y SORIANO, J.F. (1998): "Las relaciones banca-industria en España. Un estudio empírico sobre las participaciones de las entidades de crédito en el capital de las empresas no financieras". *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 63-64.
- SHEIFER, A Y VISHNY, W (1986): "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*; 94(3), pp. 461-88.

- WEINSTEIN, D. Y YAFEH, Y. (1998): "On the costs of a bank centered financial system: Evidence from the changing Main bank relations in Japan". *Journal of Finance*, 53 (2), pp 635-672. .
- ZOIDO, M.E. (1998): "Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas". *Investigaciones Económicas*, pp. 427-467.
- ZWIEBEL, J. (1995): "Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control" *Review of Economic Studies* 62(2), pp. 161-85.